

政府の救済策と市場動揺の収束（Ⅱ）¹⁾

望 月 和 彦

はじめに

本稿では前稿に続き、高橋亀吉の大正バブル崩壊四段階説のうち、第三段

- 1) これまでの一連の論考と同様、引用文は原則としてオリジナル表記で行い、年号は元号を用いている。ただし本稿が横書きであることを考慮して、数字はオリジナルが漢数字であっても算用数字で表記したところもある。また引用文には句読点を適宜追加している。必要に応じてルビを加えたところもある。引用文中〔 〕は引用者による補足である。

本稿及び一連の論稿で頻繁に引用される文献については次のように略記している。日本銀行調査局「世界戦争終了後ニ於ケル本邦財界動揺史」日本銀行調査局編『日本金融史資料明治大正編』（第22巻）、大蔵省印刷局、昭和33年→「財界動揺史」

高橋亀吉『大正昭和 財界変動史』上巻、東洋経済新報社、昭和29年→『財界変動史』

雑誌『ダイヤモンド』の正式名称は『経済雑誌ダイヤモンド』であるが、本稿では『ダイヤモンド』と略記している。

『東京経済雑誌』及び『銀行通信録』は復刻版を参照したが、ページ数はオリジナル版のものを表記している。

ここで「動揺の収束」（Ⅰ）というのは、拙稿「政府の救済と市場動揺の収束」（Ⅰ）『桃山学院大学経済経営論集』第58巻第4号、平成29年3月を言い、「破綻と崩壊」（Ⅰ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅰ）『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第1・2号、平成25年10月を言い、「破綻と崩壊」（Ⅱ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅱ）『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第3号、平成26年2月を言い、「破綻と崩壊」（Ⅲ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅲ）『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第4号、平成26年3月を言い、「破綻と崩壊」（Ⅳ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅳ）『桃山学院大学経済経営論集』第56巻第1号、平成26年11月を言い、「破綻と崩壊」（Ⅴ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅴ）『桃山学院大学経済経営論集』第56巻第4号、平成27年3月を言う。

キーワード：大正バブル崩壊、株式パニック、正米市場、沈静化、
大正9年6月中旬の市場

階と第四段階の間に位置する大正バブル崩壊後のパニック期で最後の波瀾となった大正 9 年 6 月中旬の市場の状況を扱う。

「動揺の収束」(I) で述べたように、大正 9 年 5 月 24 日の七十四銀行の破綻以降、株式市場や商品市場では動揺が続いていた。貿易収支は赤字というのに、世界的な銀価下落によりわが国の輸出市場であった中国やインドへの輸出は困難となり、主要輸出品である綿糸はこれにより大きな打撃を受けた。また同時に銀価安は外米の輸入価格も低下させ、米相場に悪影響を与えていた。そのような中で 6 月中旬に入ると市場動揺は収まるどころか手のつけられないような状況になろうとしていた。

本稿では結果的に顕在化しなかった株式市場の危機を中心として、この危機を乗り越え各市場がバブル崩壊後の小康状態になるまでの過程を検討する。

パニック前夜「財界の悲観、時勢の脅威」

市場の動揺が続くなか、6 月 14 日月曜日の各市場では暴落が続き、株式市場でも株価は大きく下げた。

「財界の動揺、金融の梗塞は益々其の度を加ふると共に各方面の處分玉は逐日増加し買氣の極端に萎縮せる市場は到底之れを消化するの力なく、連日低落に次ぐに低落を以てせるが、更に 14 日の市場は二流以下の銀行及地方銀行よりの處分物續出し、一方財界悲観見越しの思惑賣と相俟つて一層の悪化を呈し、紡績、砂糖、毛織、モスリン、製紙、製麻等の有力株も一齊に 10 圓以上 20 圓内外の激落を演じ、割合に強調を持続したる東株も遂に 160 圓臺に崩れるなど株式界は全く軟派の蹂躪する所となりたるが、若し此際政府に於て何等かの救済手段を講じ、人心を更新するにあらざれば株式関係業者の如きは枕を並べて破綻を暴露し、延いて一般財界に如何なる不祥事を喚起するに至るやも圖られずとし恐怖不安の念を以て満たされつゝありたり。」

(「株式激落」『読売新聞』大正 9 年 6 月 15 日付)

同紙は政府による何らかの救済措置がなければ株式関係業者が破綻してその影響が一般財界に及ぶのではないかと懸念している。同紙は14日の株式下落の原因を二流銀行および地方銀行の処分売りに求めた。

「動揺の収束」（Ⅰ）でも述べたように、6月に入って期米・正米ともに暴落が続いていた。繭収入の当てが外れた農家が肥料などの支払に困り、端境期まで保有していた米を売り放ちにかかったのである。この農家の窮状を受けて地方銀行の株式処分売りが増加したというのである。同紙は政府が何らかの救済策を講じない限り財界不安は免れないとしている。

『大阪毎日新聞』もこの続落を見て、一体どこが底になるのか全く分からないとした。同紙は「値頃や採算を云^{うん}爲^いする違^{いとま}なく高い安いを問題とせず金に詰まつた結果の処分賣に崩される傾向があり、従つて纏まつたものでシかも世襲株のやうになつてゐたものが賣に出ると警戒を要する次第である」と述べて、市場を圧迫しているのがいわゆる処分売りであるとしている²⁾。これは先の『読売新聞』と同じ発想の議論である。

この暴落について『万朝報』はその原因を一次的には銀行の貸出態度急変による金融梗塞にあるとしているが、根本的には政府の放漫政策の失敗の結果であるとし、原内閣は外交ではニコラエフスク事件で、内政では財界動揺で行き詰まっているとする。そのため原内閣が交代すれば相場は持ち直すのではないかというのである。さらに記事の末尾で仲買人の中にはこのような状態が続くのであれば市場を閉鎖した方がよいとする意見があることを紹介している³⁾。政府や取引所に対する不満は高まるばかりであった。

同じく14日の東京期米の先限はザラ場で26円59銭まで下落し、大阪期米では25円50銭という新安値を記録した。これは3月8日の最高値52円69銭に比べて半値以下となる。この日兵庫の期米市場では後場が立会不能となっている。また熊本の期米市場でも後場は休場となった。すでに10日に小樽と高岡で立会が中止されたことは「動揺の収束」（Ⅰ）で述べた通り

2) 『大阪毎日新聞』大正9年6月15日付。

3) 『万朝報』大正9年6月15日付。

である。

14日の大阪の期米市場で暴落が起きたのは、中堅の買方であった斉藤と東雲が休日を利用して売方に貰い米の交渉をしたところ全く拒絶されたために、その買玉を市場に放出したのが直接の原因であるとされた。斉藤の買玉は5万石、東雲の買玉は3万石と言われていた⁴⁾。大阪市場では前場で25円台の新安値という軟派の理想値が達成された後、後場では反発している。だがここまで相場が下落してくると、先行き10円台もあり得ると言った予想も出されていた⁵⁾。

だが『大阪毎日新聞』（15日付）は後場の反発を見て底値は近いと予想した。『東洋経済新報』も正米の暴落のスピードは急であり、期米はもっと下げているため、正米の一段の下げを予想する者もいるが、外米相場に比べて下げすぎの所があることから、この辺が8年度米の底入れと見るべきではないかとして、この先下げ止まると予想している⁶⁾。

しかしこれと反対に東京正米市場ではパニックが大きくなっており、農家は手持ちの米を売り急ごうとしていると報じるところもあった。

「兎に角茲は産地と云はず當地と云はず狼狽甚だしいものがある。何れ正米が期米に鞆寄せするとすれば此値頃で早く賣放つに限ると云ふので幾分餘裕のある者は續々委託米を寄越す、東北米はまだ比較的委託米が出なかつたが、之れからは彌よ増加するのであらう。

産地は循環的に悪化して行く寄託米に對して此儘に過せば何處まで損をするか分らぬので荷主は彌よ慌てて茲總出動の體である。當地在米の大部分を占て居る丈けに是等の成行處分の絶へない裡は假令四圍の形勢が幾分見直した所で到底反撥力などはあるまい、而かも四圍の事情は益々悪いのであるから愈よ安心はならないのである。」

4) 『東京日日新聞』大正9年6月15日付。ほぼ同じ内容の記事が『読売新聞』同日付にも見られる。

5) 「土崩瓦解」『大阪毎日新聞』大正9年6月15日付。

6) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年6月19日号、2ページ。

（『万朝報』大正9年6月15日付）

しかし翌日の同紙は、委託米はまだ入ってくるがこれまで入ってきたものは約7分通りは処分され尽くされており、商人の手持ち米は非常に少なくなっている。産地からの売り物も大分減少しており、産地のパニックも落ち着いてきていると述べている⁷⁾。つまり米の在庫は低水準にあるため買いが増えると急反発もあり得るとした。正米は大正9年3月8日の最高値55円に対して6月14日は38円60銭と大きく下げているが、半値以下になった期米に比べるとその下落率は穏やかであった。正米価格は14日にこの底値をつけた後、回復に向かう（「動揺の収束」（Ⅰ）表Ⅶ参照）。

6月15日の東京期米では前場の先限で一時26円80銭となった。これは前日の水準よりやや高い程度である。『万朝報』はこの時点で漸く悪材料は出尽くし、人気は転換すると予想した。最高値をつけてから100日で5割の下落はいささか行きすぎであり、そこで同紙は「上半季の相場は一段落を告げた」と述べたのである⁸⁾。

東京綿糸市場でも6月14日の後場3節で先限245円の新安値となった。これは3月の最高値676円の36%でしかない。相場転換の見通しを示していた『中外商業新報』も「事此處に到りては常識以て諸株を律し難く、脱線相場をして益々脱線せしめつゝある次第なる」と相場は手が付けられない状態になっていることを認めている⁹⁾。

また『万朝報』も「期米安が崩したのか株式の低落が因を爲したのかは知らないが、休日明けの今朝は多少の反撥を豫期されたにも係はず事實は全く之れを裏切つて各限別表のやうな新安値に叩き込まれるなど最早絶対に前途の成行を豫測し難い相場となつた」と述べて相場の先行きがまったく分からない状況になったとした¹⁰⁾。

7) 『万朝報』大正9年6月16日付。

8) 「局面漸く轉換」『万朝報』大正9年6月16日付。

9) 「商勢逐日非也」『中外商業新報』大正9年6月15日付。

10) 『万朝報』大正9年6月15日付。

他方、『福岡日日新聞』が述べているように、諸市場におけるこの惨落・続落の原因はよく分からなかった。

「全く以て決河の勢である。急轉直落である。然も此釣瓶落しとも底抜けとも云ふべき大瓦落の原因に至つては昨日も今日も同一である。何等新規と認むべき材料を指摘することが出来ぬ。即ち財界の悲觀であり、時勢の脅威である。而して此財界の悲觀益濃厚となり時勢の脅威が深刻強烈となり行く爲に外ならぬのである。…

値頃を買ひ、採算を買つても何等の反響なく、買つたが最後必ず投げねばならぬ恐しの相場となつては最早採算も値頃を省みる勇氣がない。況んや正米益崩れ來つて値頃^(マ)採算買を根柢から覆して行くと云ふのだから場面は只だ投げと處分の増高するのみで利喰以外全然買物跡を絶つに至つた。」

(「惨たる大瓦落大續落」『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 15 日付)

つまり新たな暴落の材料が出てきて下げているわけではなく、これまでと同様、「財界の悲觀、時勢の脅威」の中で下げているというのである。つまり将来に対する不安・恐怖が市場を支配していたのである。暴落が続くため、値頃買や採算買といった行動自体が無意味なものとなっていたことは「動搖の収束」(I)でも触れた通りである。そして買い物は利食いの買いしかないという状況になっていた。

この時点で銀塊は当年春の高値 89 ペンス 2 分の 1 に比べて半値以下となった¹¹⁾。そのため銀貨国に対して円為替は上昇し、対印為替は 35% 以上、対支為替は 60% 以上の円高となり、輸出に大打撃を与えたのである。『東洋経済新報』は、この円高による輸出途絶が輸出綿糸商の破綻増加を引き起こし、それが銀行の経営にまで及ぶことを警戒している¹²⁾。

しかし東京綿糸定期市場でも 15 日前場第 1 節の 8 月限で 245 円 10 銭とい

11) 銀価下落については「動搖の収束」(I)で触れたところである。

12) 「財界概觀」『東洋経済新報』大正 9 年 6 月 19 日号。

う安値を伺う状況となったが、それ以降、相場は上昇する。これを見た『万朝報』はこれが底値であるとした。同紙による 20 番手の綿糸の生産コストは 330 円で現在の綿糸価格はそれを 70～80 円下回っていることになる。このような水準で売り続けることは相当なリスクを負うことになるというのである¹³⁾。

市場の動揺は続いたが、相場転換の兆しは現れていた。すなわち相場の崩落が止まらないため、買方が破綻し、そのため売方も相場の上では勝利してもその利益を得ることが出来ないような状況になってきたため、売方は利食いの買いを行うようになった。これが相場の転換につながる。

例えば、15 日の株式市場の状況について『国民新聞』は次のように述べている。

「前日の模様にては本日は更らに一段の暴落は免かれざる可しと見る者多かりし。而して此の上更に暴落を重ねるが如きことあらば、買方の破綻と俟つて市場は根柢より覆へされ、賣方は相場の上に捷ちを制して其の利益を收得する能はずといふ忌はしき問題を惹起せんも圖られずとの懸念は一般賣方をして些か狼狽せしめたるかの觀あり。

この不可思議千萬なる變象より起れる恐怖は賣方を驅つて利喰を促進せしめたるもの、如く、朝來諸株を通じて賣方の利喰買入込みたり。整理的意味を含める處分玉は引續き現はれたるも賣方の利喰買優勢にして相場は別項の如く匆ね返へしたる者多く、市場の多數が大悲觀を以て臨みたる丈に此の匆ね返しは市場の多數に好感を與へたる程度も大なるものあり」

（『国民新聞』大正 9 年 6 月 16 日付）

このままでは買方が破綻して市場が根底から覆ってしまうという恐れから売方も利食いの買いを行っているというのである。同紙はこれを「不可思議千萬なる變象」と呼んでいる。同じことを『東京日日新聞』も述べている。

13) 「此邊一落附乎」『万朝報』大正 9 年 6 月 16 日付。

「殊に注意すべきは目下優勢に賣物を浴せつゝある賣方の態度にして最早漫然たる悲觀賣りは却て不可能なるを察し、若し此の上賣り崩し來らば此の一派は直ちに買戻さん意向にありたるが、果して本日は他各商品市場の落付きと相俟て利喰ひの買物夥だしく出現し、爲めに商狀漸く小康状態を示したり。」

(「市況漸く小康」『東京日日新聞』大正 9 年 6 月 16 日付)

同紙は売方の態度に変化が見られるとし、売方の攻勢はそれほど長く続かないと見ていた。大阪株式取引所では 14 日と 15 日の取引高が 7 万株に回復しており、15 日の後場は崩落したものの、回復の兆しが見えてくるような状況となっていた(「動揺の収束」(I)表Ⅶ参照)¹⁴⁾。しかし『万朝報』が伝えるように、市場はまだ恐怖病に陥っていた。

「此頃の株券は最早整理賣を通り越して亂賣である。従つて相場と云ふよりも一山何文と云つた馬鹿安値である。斯んな相場でない安値を賣らなければならぬほど持株筋の懷ろが苦しいのかと不審がるよりも金持筋が此安値に怎うして買つて來ないのか、寧ろ不思議である。上半期の成績を發表された所に依るとドノ會社もドノ會社も豫想外の好成績を収め配當は大概前季同様据置き、中には 10 割 20 割と云ふ莫大の記念配當を爲したのもも尠なくない。下半期は一般財界の不況を受けて多少其の影響を蒙るものとしても尚ほ配當は現行率の半分を下るやうのことは萬あるまい。シテ見れば今日の相場は最も少ないもので 1 割、多いもので 2 割、3 割の利廻りに當るから採算上から云つて絶対に賣りの餘地ない事は今更ら喋々する迄もない。」

(『万朝報』大正 9 年 6 月 16 日付)

株価はすでに底値に達したという報道はこれまでも繰り返し出されており、この記事もその一つといえなくもない。これまでこれが底値だと思われても下落が止まらなかった。そのため底値買いをしたと思った人びとは思わ

14) 『大阪毎日新聞』大正 9 年 6 月 16 日付。

ぬ損失を被っていたのである。

配当率から見ても現在の株価が安すぎるという見方もすでに出されていた（配当については後述する）。同紙は、それでも金持ちたちが株を買わないのは一種の恐怖病にかかっているからであり、何らかの刺激が与えられない限り市場は回復しないだろうとした。

そこから同紙は各市場で売り込まれているのは、まだ市場に弱気が支配しているだけで、一旦人氣が落ち着いて買気が出てくれば買い物が重なって目覚ましい反発がやってくる、現実に株や公債の利子配当を受け取った人たちは割安株の物色を始めていると述べ、これ以上の暴落はないと予想した。

他方、『福岡日日新聞』は相場の先行きに底が見えないとしている。

「財界四圍の情勢は夫から夫へと惡材料を生み、其惡材料が互に因となり果となつて益財界を混亂せしめ、諸物價の續落を誘ふ成行では今後如何なる不祥事が出現するやも測り難く、此成行より觀ては諸會社今後の業績を悲觀せずに居られないとする現今の人氣である。如何に 10 割や 5 割の配當したとてオイソレと買つて來ぬのが本當であらう。」

（「底の見えぬ恐怖相場」『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 17 日付）

つまりいかに高配当で利回りがよくてもキャピタルロスのリスクが高すぎて買えないということであるが、諸株の水準は十分下がっておりキャピタルロスの余地も限定されていたにも拘わらず買えないというのである。暴落続きでこれまで買えば損をするという経験が投資家心理を委縮させたのである。ここまで来ると疑心暗鬼のために合理的判断すらできないような状況になっていたと言える。

間一髪で回避されたパニック

このように株式市場は一方では利食いの買い物が現れるようになったとは言え、前途不安要因を抱えて事態は深刻化していた。既に述べたように（本

稿注 3) 仲買人の中には市場閉鎖を主張する者も現れた¹⁵⁾。

6 月 17 日付『万朝報』によると、15 日に 10 人程度の東京株式取引所仲買人からこのまま立会を続けて株価が続落すれば、買方から追証がとれなくなり、ひいては取引所に累を及ぼすことになるから一時市場を閉鎖したらどうかという提案があった。これまで繰り返された市場閉鎖をもう一度やろうというのである。

東京株式市場および仲買人たちが企図した株式救済会社の雲行きも怪しくなっているところから、先行き不安を覚えた仲買人の一部から市場を閉じるべきだという主張が現れたのである¹⁶⁾。これまでの暴落により仲買人達がパニックに陥っていたことが分かる。

そこで 15 日夜に開かれた東京株式取引所仲買人委員会で 16 日後場の立会を中止するかどうかで話し合いが行われた。さらに翌 16 日の立会の直前にも話し合いが行われている。

「一縷の望みを繋ぎたる救済會社も成立困難の状態にあるのみならず、財界周囲の情勢は益々不良にして容易に恢復すべくもあらず、否な各方面に於ける整理の進行は更らに處分的投賣りを誘致して益々之れを不良に突き落さんとするの虞れあり、既に絶對絶命の悲境に陥入れる市場の克く消化し得る處にあらざれば、此の際斷然立會を休止して善後策を講ずるの外なしとの説は現物市場に於ける東株の 141, 2 圓といふ安氣配に刺戟されて益々有力となり形勢頗る不穩の模様ありたるより立會前仲買委員の非常招集を行ひ立會を休止すべきか、立會を繼續すべきかに就き種々討議する處あり、一時は却々議論も沸騰したるが結局取引所の方針が休止反對といふに在りて委員會も澁々立會開始に決し…」

(「危機一髮」『国民新聞』大正 9 年 6 月 17 日付)

このように話し合いの結果、立会実行という方針を取引所がとり、仲買人

15) 「東京の不穩」『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 17 日付。

16) 株式救済会社については別稿で述べる。

たちの多数もその方針に渋々従ったというのである。取引所側と仲買人の関係が陰悪になっていることについて『読売新聞』は次のように伝えている。

「取引所は立會を續行するを以て利とし、仲買人側は之れを以て不利となす關係にあるより事毎に意見の扞格を生じ、本日の如きも取引所側が委員會の懇請に對し耳を傾けざりし爲め、仲買人中には非常に激昂するものあり、取引所にして仲買人の窮狀に諒解する處なき限り、吾等に於ても之れに酬ゆるべく何等かの手段を講ぜざるべからずとなし、大いに含む處があるらしいから、今後取引所對仲買人の間に如何なる紛議を醸すに至らんも圖り難く、多事多憂の折柄殊に戒心すべき暗流なりとして長老連は頭を悩ましつゝある。」

（「取引所仲買反目」『読売新聞』大正9年6月17日付）

このように立ち会い続行によって利益を得る取引所と不利益を蒙る一部仲買人の対立が起こっていた。そこで取引所側は市場の継続を強く主張したために、仲買人の強硬派が折れて市場が開かれることになったのだが、激高した仲買人の一部は休場を強行しようとした。

即ち、16日の前場の郵船株の立会の時に「郵船の立會を潰しにかゝり當限先づ10圓臺を叫んで亂手を振つた」者が現れたのである¹⁷⁾。追証未納があることから、亂手を振って立會を中止させようとする意図があったと考えられる¹⁸⁾。しかしこの亂手に対して大阪から利食いの買物が入り、亂手を振った側は空振りに終った。

16日の東京株式市場の前場は前日の暴落を受けたのと、朝鮮銀行の利上げにより世界的な金融引締になるのではないかという懸念により、人気は悪化し、『万朝報』が「殆んど底なし」と見出しをつけるほどに暴落した¹⁹⁾。しかし後場になると、安値に対して利食い買いが入り、相場は跳ね返って、

17) 『大阪毎日新聞』大正9年6月17日付。

18) 『大阪朝日新聞』大正9年6月17日付。

19) 『万朝報』大正9年6月17日付。

市場は危機を免れたのであった。

結局その日の前場は暴落、後場は反発するという展開となった。『東京日日新聞』が言うように、ここまで来てようやく売りの余地がなくなり、どれほど恐怖に襲われていても買って損はないと考える者が出現し、買いが現れたのである。それが後場の反発に表れた²⁰⁾。この16日の前場が暴落の底となり、同日後場から株式市場は回復局面に入っていく²¹⁾。

『読売新聞』は16日後場の反発の原因を市場閉鎖のリスクを考慮した買い戻しに求めている。

「仲買委員会は本場の立會中、立會停止の決議をなしたる爲め、さしにも頑強なる賣方も蓋をされては利喰の金が取れるか何うか疑問であると云ふ不安の念に驅られて、後場は一齊に利喰買戻しの態度に出たる爲め、諸株概ね2, 3圓より5, 6圓方の引返しを演じ…」

(「停止氣構の買戻」『読売新聞』大正9年6月17日付)

つまり売方といえど、もし市場が閉鎖されてしまえば利喰いの買いが不可能となってしまうため、これ以上売ることにより大きなリスクを感じるようになった。市場閉鎖の恐怖が売り方の利喰い買いを誘発したのである。

『万朝報』も売方が売って損をするよりも買って倒れた方がマシと考えて半ば「焼け半分」から買い物を入れたと述べている。

「此上安くなれば取引所も仲買人も共倒れとなり、假令此邊を賣つても利喰金は固より證據金までも満足に取り返し得られるか怎うか分らぬ。シテ見ると賣つて居て損をするよりも寧ろ買つて倒れた方がまだしも斷念がつくと云ふ焼け半分から弗々買物ありて市況は存外落附模様となつた。」

(『万朝報』大正9年6月17日付)

20) 「後場商勢見直」『東京日日新聞』大正9年6月17日付。

21) 「株界危機脱出」『中外商業新報』大正9年6月21日付。

そして株式だけでなく諸商品価格も底を打ち、銀価も底値となったとみられていることから、最早値下がりの余地はなく、このまま弱気を通すことは却って危険だと述べている。もっとも買い手が現れないために相場はしばらくは安値が続くと予想している。また「焼け半分」から買いを入れたというのは売り方としても市場閉鎖というリスクを抱えて追い込まれていたということを示している。これ以上売り進むことが不可能になったのである。これが『国民新聞』のいう不可思議千万な変象を引き起こしたのであろう。

後日、16日に乱手を振った仲買に対して『ダイヤモンド』は、「定期市場は公共の機関なり、強いて之を破壊せんと企つるものは宜しく之を除名すべきのみ」と述べて、関係者の処分を求めた²²⁾。

『福岡日日新聞』は、このような動きに対して、「若しも斯る不埒な暴舉によつて市場の閉鎖を餘儀なくされたら夫こそお仕舞である。逆でも今度は容易なことで蓋を明けることが出来ぬだらう。株界の前途は眞に憂ふべく亦恐るべしだ」と述べて、もし今回市場が閉鎖されれば再開は非常に困難になるであろうとした²³⁾。これはこれまでの市場閉鎖に伴う解合の困難さを考えればその通りであらう。

『中外商業新報』は断乎として立会を継続させ後場の反発を招いた取引所の判断を評価し、これによりこれまで優柔不断と言われていた取引所の権威は大いに回復したと述べている²⁴⁾。もっとも株式取引所としてはこれ以上立会の中止が続けば手数料収入がなくなり、株式取引所としての事業が行き詰まるという懸念が働いていたと考えられる²⁵⁾。

株式市場がこの危機を乗り切ったことを見て、『国民新聞』は「市場は茲に壊はしても壊はされずといふ一の固き確信を得」たとした²⁶⁾。

『東京日日新聞』はこの後場の反発を見て、前日同様局面の転換は近いと

22) 『ダイヤモンド』大正9年7月1日号。

23) 「底の見えぬ恐怖相場」『福岡日日新聞』大正9年6月17日付。

24) 『中外商業新報』大正9年6月17日付。

25) 「咄々怪事市場の虚實」『東京経済雑誌』取引所改造号、大正9年8月1日。

26) 「危機一髪」『国民新聞』大正9年6月17日付。

予測した。同様に『中外商業新報』も「此安値を賣つて利を乗せ得ざる値頃に到達せるを熟視せば局面は轉換しつゝある」としてこれが底値であると述べた²⁷⁾。また「銀行預金よりも確實にして有利配當の2~3割にも當る株券に放資して高配當を利するの安全且有望なるに非ざるか。物事は考へ方如何にあり」と述べ、ここまで来れば銀行預金よりも株式投資の方が安全で有利であるとした²⁸⁾。

『読売新聞』も16日後場から17日にかけての株式市場の様子を次のように伝えている。

「底抜けの崩落を演じ遂に株式關係者をして二度目の救済運動を開始せしめし程に悲觀されたる形勢は16日後場より一變し翌17日は一段の買氣勢を揚げ前後場とも近來になき大反騰を演じ東株、郵船、鐘紡等の主力株は2、30圓方他の雜株類は7、8圓以上10數圓方買進まれ市場は久し振りにて歡聲起れるも、其の高原因は救済運動の前途を樂觀したる小口の買物と此上相場が激落する時は立會を停止せらるべき危險ありとして賣方が利喰を急ぎ來れるに依るとの事なれば、市場の好調は到底永く持續し得るものにあらずと一般は觀測しつゝありき。」

(「株式反騰」『読売新聞』大正9年6月18日付)

同紙は株式の反發を株式救済案への期待と売方の利食い買戻にあると考えており、これが一巡すれば「元の本阿弥」に戻るとした。

17日の株式市場は続騰したので18日付の『東京日日新聞』は株式市場は危機を脱出したと評している。『大阪朝日新聞』も「相場は全く底を入れて確實に下げ止まりの觀を呈せり。而して叩かれたる主力株程其反撥力強烈なるものありたり」と述べて、漸く相場は下げ止まり反發局面に入ったとしている²⁹⁾。

27) 「株式回復曙光」『中外商業新報』大正9年6月17日付。

28) 「預金乎現株乎」『中外商業新報』大正9年6月17日付。

29) 『大阪朝日新聞』大正9年6月18日付。

それでも『大阪毎日新聞』はこれによって相場がすぐに回復するとは考えておらず、依然市場には悲観的見方が残っているとしている。事実、18日の株式市場は反落した。そこで同紙は「此邊尚暫く穩健なる硬調を持続せざれば一般は立直りを信じ得ず、折角の反撥も好個の戻賣場を作るに過ぎざる虞れがあり」と述べて依然警戒感を崩さなかった。その一方でこれまで市場の下げ圧力となっていた廉売投売りが減少していると述べている³⁰⁾。

『万朝報』もこれまでの株価の変動について、18日の反落は上げすぎの反動であり、それまで高くなった原因として市場閉鎖が取り沙汰されていたのに、市場は閉鎖されず却って相場が上昇したこと、期米を始めとする他の商品市場で市況が回復したことで売方が利食いの買いを入れたことを挙げている³¹⁾。

これまで人びとの予想を裏切って相場は下げに下げていた。その暴落の原因は誰にも分からなかった。その相場の局面がようやく転換期を迎えても人びとはそれを容易に信じようとはしなかったのである。バブルの発生時と同じく人びとの期待が裏切られる時に相場の転換点があることを示すものと言える。

つまりバブルが発生し始めた大正8年の5月頃には人びとは戦後不況の到来を心配していたのに却って景気は過熱傾向を示し始めていた。この傾向がはっきりするのは7月から8月であるが、期待を裏切られた人びとは戦争時の景気がまだまだ続くと考えようになり、投機ブームが起こるのである。

逆にバブル崩壊過程が止まるのは、やはり人びとの予想が裏切られる時であり、株式市場で言えば6月16日に市場はかつて4月14日のようにあわや閉鎖となるかと思われたが、結局閉鎖せず、また4月14日のように株価が暴落することはなく、後場には逆に反発したため、人びとの予想は外れたのであった。これがある種の「カタルシス」となり、人びとは先行きに安心感をもつようになったと考えられる。このようにバブルは自己実現的予想とは

30) 『大阪毎日新聞』大正9年6月19日付。

31) 『万朝報』大正9年6月19日付。

全く正反対の性質を持っている。

大底に達した綿糸・米市場

株式市場と同じく、綿糸や米の商品市場も 15 日～16 日を大底として、以降反発局面に入っていく。16 日の大阪の綿糸先物市場は前場が暴落したあと、後場は帳簿整理のため休会となっている。この日、6 月限以下 10 月限まで 15 円 90 銭から 23 円 70 銭と大幅下落し、7 月限から 10 月限まで 250 円台にまで下がってしまった。綿糸は銀安に加えて 5 月 6 月の解合が進んでいないことが悪材料として出ていた。『大阪朝日新聞』は綿糸の生産原価を 290 円とすればこれは採算無視相場であると述べている³²⁾。

『国民新聞』は「本年 1, 2 月頃が陽の極とすれば昨今は正に陰の極に陥つてゐるもの」だと述べた後、市況の回復には相当の時日を要すると予想している。つまり底値には達したが、反騰するにはまだ相当の時日が必要であるとしたのである³³⁾。これは「動揺の収束」(I) で触れた株式市場の「底値百日」を唱えた『中外商業新報』と同じ発想である。

16 日には期米市場でも反発が起こり、米価は上昇したが、『大阪朝日新聞』はこの反発も「急落後の呼吸戻しに過ぎず」と述べ、これが本格的な回復とは見なさなかった³⁴⁾。

『福岡日日新聞』はこの反発は出遅れた反発であるとしている。同紙はこれまで一本調子で暴落が続いているので、ここで反発しても当然であり、これによって形勢一変とみるのはまだ尚早であるとした³⁵⁾。多くのマスコミはこの反発を転換点と見なさなかったのである。

16 日後場の株式市場の反騰を受けてか、17 日は株、米、綿糸の各市場も反発した。大阪に於ける 3 市場の状況を『大阪毎日新聞』は「買方はホット

32) 『大阪朝日新聞』大正 9 年 6 月 17 日付。なお既に述べたように 6 月 16 日付の『万朝報』では生産原価は 330 円となっている。

33) 「市況混沌」『国民新聞』大正 9 年 6 月 17 日付。

34) 「期米反撥」『大阪朝日新聞』大正 9 年 6 月 17 日付。

35) 「當然の大反撥に轉ず」『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 17 日付。

一息吐て三市場ヤツと生氣澆刺」と評している³⁶⁾。

大阪三品市場では久方ぶりに価格が上昇したことから、売方から69万3000円の追証を徴収することになった。17日の綿糸市場の反発で長期の先物ほど値上がり幅が大きくなった。これは16日の暴落で長期と短期の先物の間に逆鞘が発生しており、それを解消するためであったと思われる。ここに至って市場は漸く危機的状況を脱することができた。

17日の綿糸市場での反発について『大阪毎日新聞』はやや腑に落ちないところがあるが、綿糸の生産原価（同紙によると290円で、これは同日付けの『大阪朝日新聞』と同じである）を考慮すればこの反発は妥当なものであるとしている。前日16日の安値は先安悲観が行きすぎて糸価採算点を割り込むという異常な相場であったので、そのような常軌を逸した状態は長続きせず、原価採算点に入る相場に戻ったというのである³⁷⁾。

同様に『大阪朝日新聞』は、この反発はそれまでの相場の人気下げの反動に過ぎないとしたが、「唯だ其の反撥程度が餘りに痛烈であつたことは總ての関係者の意外に思ふ處である」と述べて、反発が意外に大きいものであったことを認めている³⁸⁾。この日1日で大阪三品市場の綿糸先物は37円から50円近くの暴騰となった。他方、『読売新聞』はこの日の人気沸騰のはっきりした原因は見出せないとしている³⁹⁾。6月中の綿糸先物相場は表Ⅰの通りである。

米市場では17日の反発により、米の投売りの懸念は薄らぎ、むしろこれまでが狼狽売りであったという評価が生まれていた。『福岡日日新聞』は17日の反発を見て「場面の風潮は一變した」と述べている。さらに「何にさま半月月に1200丁からの棒下げを演じて安値でウント取組まれた相場である。値頃の力は發揮されずとも場面の人氣が變つたとすれば總悲観に突込んだ咎は何處にカ現はれずに濟むべき筈がない」と述べて、安値で売り込んだ売方

36) 『大阪毎日新聞』大正9年6月18日付。

37) 「俄然反騰」『大阪毎日新聞』大正9年6月18日付。

38) 『大阪朝日新聞』大正9年6月18日付。

39) 『読売新聞』大正9年6月18日付。

表 I 大阪三品定期綿糸大引相場表(大正 9 年 6 月)

(単位: 円)

	六月限	七月限	八月限	九月限	十月限	十一月限
6 月 1 日	376.00	380.00	383.10	388.50	389.80	384.00
2 日	370.00	370.10	373.10	377.60	377.40	378.80
3 日	335.10	332.10	345.10	349.90	346.00	330.80
4 日	340.10	347.10	352.60	357.90	357.90	354.00
5 日	335.10	337.10	342.50	346.50	348.90	344.80
7 日	345.00	358.60	349.90	354.70	350.10	350.20
8 日	350.10	355.90	359.90	364.90	361.50	361.10
9 日	342.80	347.90	348.10	353.20	352.10	347.90
10 日	338.10	342.50	344.90	346.50	348.00	345.00
11 日	319.90	328.00	326.10	326.90	323.70	317.10
12 日	305.00	304.90	303.90	300.00	295.00	296.30
14 日	288.40	288.10	290.10	291.10	285.00	290.50
15 日	280.10	282.30	278.90	278.90	273.90	267.30
16 日	260.00	258.60	255.30	256.00	258.00	264.50
17 日	291.10	301.30	301.00	299.30	307.90	295.30
18 日	285.50	292.90	289.00	289.80	285.10	285.30
19 日	294.90	294.10	293.10	297.00	300.10	303.50
21 日	287.60	294.90	292.10	295.10	299.90	298.50
22 日	304.90	309.90	311.00	313.10	314.90	318.50
23 日	300.60	313.70	314.80	320.70	325.10	318.00
24 日	300.00	301.10	301.60	306.20	308.80	306.90
25 日	285.00	289.00	296.90	299.90	301.00	304.00
26 日	290.00	304.40	310.00	310.90	313.00	314.00
28 日	—	302.00	309.90	311.90	314.90	310.00
29 日	—	308.90	314.90	317.10	317.40	317.90

(出所:『東洋経済新報』大正 9 年 6 月 5 日号, 同 12 日号, 同 19 日号, 同 26 日号, 7 月 3 日号より筆者作成, 但し明らかな誤りと思われる所は訂正している)

はいずれその咎めを受けることになろうと予想した⁴⁰⁾。

『福岡日日新聞』は 18 日の期米市場を見て、「總悲觀に賣逸つた場面は今や正反對の熾烈なる群集買と一變した」と相場の状況が一變したと述べてい

40) 『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 18 日付。

る⁴¹⁾。それまで悲観的予想に駆られて投げ売りをした者は状況の変化にまったくついていけなくなっていた。

「^{さき}囊の暴落當時では米の買手が無かつた爲め、50 錢の安値でも 10 圓位に轟き、手持筋は恐怖的に賣出したものであつたが、當時駄賣屋の如きは例年の 1 割も思惑して居なかつたのだが、夫でも狽て、投賣つたものであつた。特に讃岐の産地商人の如きは新聞の廣告までして直接需要家に供給する事に決心し、白米 38 錢で賣出す程周章したものである。是等手持筋が投盡してから相場が直つたので、何の爲めに狽てたのか、薩張り譯が判らず…」

（『大阪毎日新聞』大正 9 年 6 月 19 日付）

これはそれまでの売りがパニック的な性格を持っていたことを示している。「動揺の収束」（Ⅰ）でも述べたように、6 月中旬時点で小売りの精白米 3 等は 1 円で 2 升買えるような価格となっていた。大阪西区西九条の公設市場では白米 1 升を 38 錢で廉売している⁴²⁾。まさに小売りの廉売価格で投げ売りする者が出ていたのである。

他方、正米は 18 日も大幅高となり、在庫薄の状態が続いていた⁴³⁾。それでも『福岡日日新聞』は、これによって各市場が根本的に立ち直るのかどうかは安心できないとしている⁴⁴⁾。

反騰が始まって 3 日しか経っていないのであるからこのような頼りなさが残るのは当然と言ってよいであろう。17 日付で「出遅れた反発」とした同紙は警戒感を隠さなかった。

期米市場は翌 19 日は大幅高となり、相場は乱高下する状況となっていた。しかしこれまでは一本調子の暴落であつたことから、反発が起こるだけでも局面が変化したといえることができる。

41) 『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 19 日付。

42) 『大阪朝日新聞』大正 9 年 6 月 15 日付。

43) 「正米奔騰」『国民新聞』大正 9 年 6 月 19 日付。

44) 『福岡日日新聞』大正 9 年 6 月 19 日付。

結果的に見れば、米市場の動向を見る限りセリングクライマックスは6月14日から16日の間に起こったと推測される（「動揺の収束」（Ⅰ）表Ⅷ参照）。

株式乗り替え問題

東京株式市場では6月18日から委託証拠金代用品すなわち代用証券の価格を引き下げることになった。実勢価格に合わせるためである。このまま株価下落が続けば先の総解合で一旦清算を先送りした先物取引の建玉の清算が深刻な問題として現れてくることになる。

このような地合いの悪さの下で不良玉の整理問題が再び持ち上がっていた。月末に清算期限の来る当限の買玉約3万株の乗り替えスキームとそれに伴う資金の手当てをしなければならないというのである⁴⁵⁾。

これまで行われてきた解合や乗り替えというのはいうならば問題の先送りであり、そのために日銀はシンジケート銀行を通じて資金を融通していた。

他方、金融梗塞の中で仲買人の手許も逼迫しており、解合その他玉整理に必要な仕切金や乗り替えに必要な受渡代金といった決済資金は間接的に日銀が融通していた。

『福岡日日新聞』は、4月5月の受け渡しがほとんど波乱もなく行われたのは、商店や会社の実力があったのではなく、全市場において一種の決済延期すなわちモラトリアムが行われて受け渡しがウヤムヤに持ち越されたからだとしている。従って、もし決済が強行されれば破綻者が続出するだろう、多くの市場で救済策の実施が求められる背景にはこのような事情があるというのである⁴⁶⁾。

その4月の総解合時に借り入れた4000万円の返済時期が迫っている一方で、一部には1200万円の新規借り入れが必要との声も挙がっており、この

45) 『大阪毎日新聞』大正9年6月17日付。

46) 『福岡日日新聞』大正9年6月23日付。

処理も問題となっていた⁴⁷⁾。

これは「破綻と崩壊」（Ⅳ）で述べた乗り替え問題と同じである。株式シンジケートは5月限の受渡終了時点で日本銀行に返済すべき乗り替え資金1329万1251円のうち、5月限116,980株を7月限（先限）に乗り替えるために951万7622円の返済猶予を求めた。同様に、6月限の清算のために借り入れた2777万8497円のうち64,760株を8月限に乗り替えるための資金として451万3146円の返済猶予を求めたのである⁴⁸⁾。

これに対して株式シンジケートに資金供給したシンジケート銀行団は6月16日に集まって救済策を協議した⁴⁹⁾。その結果、このまま暴落が続けば株式シンジケートが破綻することになり、株式シンジケートに巨額の資金を貸し付けた銀行団も大きな損失を被ることになることから、銀行側も株式救済運動に協力することになった。これを報じた『国民新聞』の記事ではつなぎ融資のことが述べられていないが、救済運動に協力するということであれば、当然つなぎ融資も行われると考えて間違いないと読める。ここに株式市場に於ける不安要因の一つが解決されたことになる。

この東京株式取引所の借入金返済問題については21日に日本銀行と銀行団の間で協議が行われ、その結果、月末に返済期限が来る2700万円のうち、1500万円の期限を7月末まで延ばすことで合意した。他方、大阪株式取引所の借入金については返済延期の要請はなかった⁵⁰⁾。東京の借入金は8月30日に完済されている⁵¹⁾。

この借入金償還問題解決と時期を同じくして株式相場は回復基調に向かう。シンジケート銀行団が集まって救済策を協議した16日は奇しくも株式市場で乱手が振られ、市場閉鎖の危機に直面した日でもあった。株式市場は

47) 「混沌たる人氣」『東京日日新聞』大正9年6月20日付。

48) 平賀義典編『東京株式取引所50年史』東京株式取引所、昭和3年、403ページ。

49) 「銀行運動開始」『国民新聞』大正9年6月17日付。

50) 『東京日日新聞』大正9年6月22日付。同紙によると返済期限が延長された金額は1700万円となっているが、同日付の『中外商業新報』と『大阪毎日新聞』また6月30日付『万朝報』では1500万円となっているので1500万円とした。

51) 「財界動揺史」611ページ。

この危機を何とか乗り越え、それ以降市場は回復へと向かったのである。これが単なる偶然なのか、それとも資金融通の問題解決が市場回復にいくらかでも寄与したのかについては明らかでない。

さらに東京株式取引所の借入金返済問題に目途が付いた翌 22 日の東株は 196 円の高値となった。これは 16 日の安値に比べて 40 円 90 銭の回復であり、短期間で急速に値を戻したことになる。その他の有力株も急速に値を戻している（表Ⅱ）。

表Ⅱ 主要銘柄の底値からの回復

銘柄	16 日安値	22 日高値	(単位：円)
			比較
東株	155.10	196.00	40.90
郵船	125.00	148.90	23.90
鐘紡	184.00	233.90	49.90
台糖	85.70	130.50	44.80

(出所:「財界概観」『東洋経済新報』大正 9 年 6 月 26 日号, 2 ページ)

22 日の株高を見た『大阪朝日新聞』は下期の景気回復を見越して買物が現れているとしている。同紙はこの結果処分売りが漸減しているとしたのである。これは株式市場が本格的な回復軌道に入ったということである⁵²⁾。

『読売新聞』も資本家及び思惑家の中には今回の反動は一時的なものとし、危機は既に去り、これから徐々に回復すると考える者が出現していると報じている⁵³⁾。

この時期になり各市場とも 3 月 15 日以来の危機をひとまず脱出したのであった。相場が回復するにつれて、受株する者が現れるようになり、先物の授受が容易になり、受渡に要する資金量も減少した。『国民新聞』は前月（5 月）には 53 万株を受け渡しするのに 2000 万円の資金が必要だったのが、相場が回復し自発的に買う人間が出てきたために、今月（6 月）は 250 万円の

52) 「処分賣漸減」『大阪朝日新聞』大正 9 年 6 月 23 日付。

53) 『読売新聞』大正 9 年 6 月 25 日付。

資金で53万株の受け渡しが可能にできるようになったと述べている⁵⁴⁾。

さらに株価が回復したことから、7月限の清算の乗り替えの必要はなくなった。これにより漸く株式先物の清算問題が解決されたのである。

6月下旬になると、『万朝報』が「人氣が極端に恐怖狼狽して採算とか會社の實質などは天で顧みられず唯だ熱狂相場の反動來と許り、恰かも古反紙同様に取扱はれた株式も市況の落附くに從ひ追々と利廻りに注意されて來た」と述べているように⁵⁵⁾、ひとまずパニックは収まり、株価形成も通常の見方が通用するようになっていた。『読売新聞』も金融関係からの処分売りも6月で一巡し下旬に入ってこの種の売り物はほとんど種切れになっていると報じている⁵⁶⁾。株式相場の回復もあって、銀行も株式担保貸付に応じ始めるようになった⁵⁷⁾。

それでも『大阪朝日新聞』は株式市場にはなお先行きに不透明感があるとした。同紙は「東西の當限に對する不安人氣は依然として去らず、爲めに新規買ひは一層躊躇の振合なりき」と述べて、市場の不安はまだ一掃されていないため、新規の買いが続かないのだとした⁵⁸⁾。暴落期には思惑熱の再燃を懸念していたマスコミであるが、状況が一転して回復期に入ると今度は再暴落を懸念するようになっていたのである。市場が底入れするまでに先行きの見通しが逆転していることがこれによって分かる。このようなマスコミの態度はバブルが崩壊して各市場で暴落が進行している最中であってもバブルの再燃を心配していたのと一対となっている⁵⁹⁾。つまりマスコミの予想は常に現実のトレンドを外挿したものに過ぎず、現実が転換した後もしばらくはその傾向を維持するのが常であった。そのために的外れな論評が現われるのである。

大阪株式取引所の当限の受渡は6月26日に行われたが、『大阪毎日新聞』

54) 『国民新聞』大正9年6月27日付。

55) 『万朝報』大正9年6月23日付。

56) 『読売新聞』大正9年6月27日付。

57) 『中外商業新報』大正9年6月24日付。

58) 「當限尚懸念」『大阪朝日新聞』大正9年6月25日付。

59) 「破綻と崩壊」(Ⅰ)、(Ⅱ)。

が「當限納會の場面だけに立會が 30 分ほど延びたと云ふに過ぎぬ閑散裡の釘付けに終つた。昨前場の崩落が名残りで當限も平穩と云ふよりは寧ろ頗る平凡なる納會を告げ何等の變化もなかつた」と述べているように納會は全くの平穩無事に終わった⁶⁰⁾。これとともに受渡決済のために借り入れた資金約 600 万円もすべて返済された上に、仲買団には 10 万円以上の利益が残ったという⁶¹⁾。

東京株式取引所での當限の受渡は 6 月 29 日に行われ、銘柄数 167 種、株数 56 万 7550 株、代金 3637 万 6240 円、1 株平均 64 円 09 銭という成績であった⁶²⁾。これを前月と比べると株数で 25 万 7580 株、代金で 2855 万 7684 円の減少となり、平均株価も 14 円 60 銭低下した⁶³⁾。當限受株乗り替え資金も 230 万円しか申し込みがないという状況となった⁶⁴⁾。

つまり今回の受け渡しは単なる乗り替えではなく新規の買いも入っていた。その結果、新規の買いが入った分だけ受け渡しに要する資金需要も予想より少なく、すでに述べた 21 日の協議で借入予定であった資金の多くは返金された。

『万朝報』によると 2000 万円の資金がシンジケート団より引受銀行に返済されている⁶⁵⁾。同紙は興銀の事業資金融通と一般銀行の資金供給増加が、株式市場で買気を振興したと述べている。興銀の事業資金融通については別稿で述べる。

ただし先物の受け渡しが無事に完了し、これまで持ち越された分まで清算が完了した後も、株式市場には警戒感が残っていた。

例えば、『東洋経済新報』は 6 月に 3600 余万円の受け渡しが行われたが、そのうちの 2700 万円がシンジケートの渡し物であり、残余の 900 万円も処分的売り物であったと考えられる。さらに 7 月限の取り組みは 52 万株だが、

60) 『大阪毎日新聞』大正 9 年 6 月 27 日付。

61) 「株式受渡完了」『国民新聞』大正 9 年 7 月 1 日付。

62) 『東京日日新聞』大正 9 年 6 月 30 日付。

63) 『大阪朝日新聞』大正 9 年 6 月 30 日付。

64) 『国民新聞』大正 9 年 6 月 30 日付。

65) 『万朝報』大正 9 年 6 月 30 日付。

そのうちの13～14万株はシンジケートによる売りつなぎによるものであり、この他にも売りつなぎが多くあるに相違ない。つまり現時点でも市場には強い売り圧力がかかっており、安値にあるからと言って買いに回るのは危険だという見方もあるとした⁶⁶⁾。このように一部警戒感が残っていたものの、市場は信頼感を取り戻し、異常事態はひとまず解決されたのである。

大正9年上期の配当

バブル崩壊のさなか、5月から7月にかけて多くの株式会社は決算期を迎え、それに伴い配当を行っている。多くの会社は配当を据え置くという見通しであり、これによって株式市場は立ち直るのではないかという見方も伝えられた⁶⁷⁾。株価暴落の下で多くの会社は高配当を維持したため、株式は空前の高利回りとなった⁶⁸⁾。綿糸総解合の当事者である紡績会社の大正9年上半期の配当も高いものとなった。例えば富士紡績の配当予定は13割というも

表Ⅲ 重要株式平均利回比較表

年月日	払込金額	相場	配当率	利回	前年同期利回
大正8年8月1日	59.56円	223.16円	20.92%	6.64%	8.15%
大正8年9月1日	59.56	244.06	20.75	6.38	8.51
大正8年10月1日	58.49	262.87	18.12	6.05	8.85
大正8年11月1日	58.49	250.30	20.77	6.45	8.38
大正8年12月1日	58.49	255.22	20.88	6.35	8.49
大正9年1月1日	58.66	253.74	23.04	6.89	8.74
大正9年2月2日	59.27	260.94	23.34	6.73	9.21
大正9年3月1日	59.87	270.63	23.40	6.35	9.05
大正9年4月1日	59.87	233.72	23.48	7.71	8.86
大正9年5月10日	60.48	186.71	27.40	10.91	7.94
大正9年6月1日	60.48	163.97	25.93	12.54	7.85
大正9年7月1日	60.48	151.21	28.24	14.29	7.15

(出所:『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、100ページ)

66)「株界の内部疾患」『東洋経済新報』大正9年7月10日号、8-9ページ。

67)『国民新聞』大正9年6月8日付。

68)『国民新聞』大正9年6月29日付。

のであった。同社の前期利益の対払込資本利益率は16割6分にも上っていた。東洋モスリンは10割の配当を決定している⁶⁹⁾。各紡績会社ともバブル絶頂期に莫大な利潤を上げており、配当原資は十分にあった。そのため重要株式の総平均は配当率で28.24%、利回りで14.29%に達しており、前年同期の総平均がそれぞれ21.25%、7.15%であったことからみても相当高い水準にあったことが分かる（表Ⅲ）。

東京株式取引所の大正9年上半期の業績は、株式市場大動揺とそれによる市場休場が1ヵ月以上あったことから、前期比半分以下の1割3分5厘6毛の配当となった⁷⁰⁾。また政府から救済融資を受けた大日本製糖株式会社の配当は大正9年上半期の配当を7割とした⁷¹⁾。

この大不況の最中でも高配当、中には戦時中以上の配当を行う企業があることについて『時事新報』は、今回の不況が長期にわたるという予想の下で、過大な配当を行って内部留保を削ることは、将来の不況に対する抵抗力を低下させ、いずれ政府による救済を求めるようになると批判した⁷²⁾。

株式市場が暴落を続けている最中に高配当を行う会社があるということは、資産市場と実体経済の乖離を示すと考えられる。表Ⅲを見ても分かるように、株式の利回りはバブル崩壊以降上昇しており、7月1日には14.29%という空前の高率となっている。不思議なのはここまで高配当が行われ、利回りは公債よりも高かった会社があるにも拘わらず資金が株式市場に向かわなかったことである。もっとも企業の高配当の背後には、所得税法改正により内部留保にも課税されるという見通しがあったと考えられる。この高配当が所得税法改正という一時的要因であるならば、株価に対する影響も限定的となることは考えられる。それにしても株価が配当利回りの上昇に全く反応しないというのも異常である。よほど先行き下落するという予想を強く持つ

69) 『時事新報』大正9年6月11日付。

70) 『時事新報』大正9年6月12日付。「東株の増資と前途」『東洋経済新報』大正9年7月10日号。

71) 『読売新聞』大正9年6月11日付。

72) 「反動期の配当」『時事新報』大正9年6月12日付。

ていたからだと思われる。

この理由として『福岡日日新聞』は決算期が近づいており、例年ならば配当金を目当てにして投機をする者が現れるのだが、今年は金融梗塞のためと、株主は配当金を銀行の担保に取られているため投資資金が市場にあまり入ってこないで市場は動かないのだと述べた⁷³⁾。

しかしこのように高配当を行う会社がある一方で、多くの事業会社はバブル崩壊の影響を受けて減益となっていた。『銀行通信録』は事業会社を三つの分野に分けて分析している。すなわち、(1) 砂糖紡績等のように概して良好な成績を挙げているもの、(2) 製鉄船舶鋁業商事製造工業のように財界不況の影響を受けて収益が減少し、減配を余儀なくされているもの、(3) 電気、電鉄、銀行等の平和事業で大体前期と同様の成績を挙げているものの三分野である⁷⁴⁾。しかし特記すべきはバブル崩壊により減配もしくは欠損に至った会社が多数に及んだことである。

バブル崩壊は3月中旬以降の出来事であり、決算直前に起こったことなので、本来決算に及ぼす影響は限定的であるはずである。先に触れた『国民新聞』（6月8日付）もそのような見通しの下で多くの会社は配当を据え置くだろうと予想したのである。しかし予想に反し、ここまで大きな打撃を受けたのはそれまでの好景気が不自然な仮需に立脚していたことと、商事会社や製造会社が盛んに投機思惑をしていたからであるとする。そこに貿易の逆調と金融梗塞が重なり、経営困難に陥り、巨額の欠損を出す状況に至ったのだと『銀行通信録』は述べている。

会社によっては下期の配当を維持するために上半期の利益の一部を準備積立金に繰り越すところもあった⁷⁵⁾。他方、上期の配当金額はおよそ2～3億円に達すると見られ、これが銀行から株主に払い込まれるので、その経済効果は8月頃に現れて、財界は安定するのではないかという予想も現れてい

73) 「倦怠の市場」『福岡日日新聞』大正9年6月10日付。

74) 「事業会社収益激減」『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、77ページ。

75) 「綿業界の諸問題と紡績會社の前途」(3)『東洋経済新報』大正9年6月19日号。

る⁷⁶⁾。

しかし『国民新聞』はこの大配当も必ずしも好配当とは言えず、なかには配当資金の調達に苦しみ、日歩3銭から4銭の高利の臨時借入れによって配当を行っているところも少なからずあるとした⁷⁷⁾。

確かに高配当をするための資金に窮しているというのはおかしな話であり、蛸配当の懸念もある。同紙は海運、紡績、砂糖といった主力株の高配当は決して継続できるものではなく現時の高利回りは決して賞賛されるべきものではない。いずれ来期以降の決算に現在の欠損が現れるとした⁷⁸⁾。

他方では、不況のさなかだというのに、バブルの余熱がまだ残っているのか、大企業の中には6月に大盤振る舞いの賞与を支給したところもあったようである。『大阪毎日新聞』は、日本郵船が普通7ヵ月、課長以上は14ヵ月、商船が7ヵ月、大日本紡績は20ヵ月のボーナスを出したと伝えている⁷⁹⁾。

商品市場のその後

綿糸市場でも、銀塊相場が反騰したこともあって、6月22日の後場で価格は急上昇し各限月で300円台を回復した⁸⁰⁾。

生糸市場の方は、他の市場の動きと異なり、6月中旬にセリングクライマックスが起きたわけではない。19日には月中の高値水準に達している。その後新糸の先約商談が行われるようになると再び気配は軟弱となった。26日の蚕糸業救済策決定のニュースが6月の市況に影響を与えた形跡は見受けられない。

定期米は14日に底値を付けた後、19日以来相場は落ち着きを戻し、以後上下を繰り返しながら月末にかけて上昇している（「動揺の収束」（I）表Ⅷ）。

しかし、『大阪毎日新聞』は「斯くの如き猛反撥を演ずる理由を説明する

76) 『京都日出新聞』大正9年7月2日付。同様な見解は『九州日報』大正9年7月4日付にも見られる。

77) 『国民新聞』大正9年7月7日付。

78) 『国民新聞』大正9年7月29日付。

79) 『大阪毎日新聞』大正9年7月7日付。

80) 『東京日日新聞』大正9年6月23日付。

事が出来ない」と述べた⁸¹⁾。すなわちこの諸市場における上昇にはこれといった理由が見つからないというのである。これは18日にいくつかのマスコミが述べていた相場回復の理由が分からないというのと同じ主張である。もっともマスコミは連日の暴落の際にもその原因は不明としたのであるから、本来市場の値動きについてそもそも合理的な説明など出来ないというべきであろう。

『小樽新聞』はここまで来ると恐慌期は脱したという判断を下している⁸²⁾。同紙は期米については「正米は地方一巡賣放して昨今は一般形勢の回復に伴ひ農家も賣惜みの態度となり、産地の供給力に缺如する處ある」ことから上昇局面に入ると予想した⁸³⁾。

正米も売りが一巡して農家は逆に売り惜しみの態度を取るようになっていくというのである。6月25日には定期米が30円台にまで下落した。この日には株も生糸定期も下落している。それでも強気に転じた『小樽新聞』は「周圍總ての安定を得て懸念する處なき折柄にもあり、一時的月末關係に因る下辿り歩調として結局は押目を買はるゝに到るべきかと觀ぜらる」とし、これは一時的な月末特有の要因による下落であり、上昇基調は変わらないとした⁸⁴⁾。もっとも農家の手許にはまだ大量の米が保有されており、売り惜みする余裕はないはずであるが、相場観の転換と共にそのような見方は影を潜めてしまう。

正米相場も上昇したため、米の小売価格も高騰した。26日に改訂された小売相場は表Ⅳの通りである。

表Ⅳ 米の小売価格

生搗米	1等	60 銭 8 厘	2等	59 銭 4 厘	3等	57 銭 7 厘
精白米	1等	59 銭 3 厘	2等	57 銭 9 厘	3等	56 銭 2 厘

(『国民新聞』大正9年6月27日付)

81) 『大阪毎日新聞』大正9年6月24日付。

82) 「期米健調」『小樽新聞』大正9年6月24日付。

83) 「期米波瀾」『小樽新聞』大正9年6月25日付。

84) 「期米尚下辿る」『小樽新聞』大正9年6月26日付。

これを「動揺の収束」(Ⅰ)の表Ⅸの小売価格と比べるとどの等級も約6銭強値上がりしているのが分かる。率にして10%以上の値上がりである。この正米価格上昇の背後にはニコラエフスク事件の処理のために現地に派兵することが決まったことから、鈴木商店がその兵糧を調達するために正米の買い注文を出したためだという説があった⁸⁵⁾。もっともこの時には大正7年のような米騒動(シベリア出兵の公表翌日に米騒動は始まっている)が起きたわけではない。

米の小売価格が高値に止まっている理由について『万朝報』は、定期米がこの間高値から22円下落した一方で、正米は9円20銭しか下落せず、その結果、正米は定期先限に対して15円以上も高い水準に張り付いているからだとし、米価高は依然人々の生活を脅かしているとした⁸⁶⁾。

6月25日の東京深川の倉庫にある正米は内地米だけで10万石を超えており、20万石を常態とするならば、品不足と言えるが、前年9月の3万6000石に比べれば品薄状態は改善されているとも考えられる。それでも正米価格が高値に止まっていることについて政府は何等かの対策をとるべきであると同紙は主張した。これについては6月15日に政府が保有する外米を売り出したことは「動揺の収束」(Ⅰ)で述べた通りである。

相場が持ち直した一つの原因として『大阪毎日新聞』が指摘するように小口落ちの解禁があった。また証拠金も300円に引き下げられて仲買の負担が小さくなった⁸⁷⁾。小口落ち解禁の勅令は6月3日の官報により公布された⁸⁸⁾。

『大阪朝日新聞』によると、新甫発会時の売買高と取組高を見ると、5月1日の7月限発会の売買高9万800石に対して取組高6万8100石、6月1日の8月限は売買高5万800石に対して取組高4万3500石、7月1日の9月限は売買高10万2700石に対して取組高2万6700石となっており、小口落

85) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年6月26日号、2ページ。

86) 「不自然の米價」『万朝報』大正9年6月28日付。

87) 『大阪朝日新聞』大正9年7月4日付。

88) 『銀行通信録』第69巻第146号、大正9年6月20日、86ページ。

としが導入された7月には売買高のうち8万石弱が即日決済されている⁸⁹⁾。小口落としの解禁により明らかに売買高が膨らんだことが分かる。

正米の下落は農家の投げ売りが原因か

これまでも述べたことだが、3月15日の株式市場や商品市場での暴落はいずれ農家による持ち米の放出につながるの懸念はあったが、実際には農家は一向に持ち米を売り放つことはなかった。そのため期米の下落に比べて正米は価格を維持していたのである。もし株価や他の商品価格の暴落により農家が米を売るとすれば、期米よりも正米の暴落の方が大きくなるはずである。ところが事実はそうではなかった。この時点まで農家の売り放ちによる米価暴落は杞憂に終わっていたのである。大暴落したのは思惑取引である期米の方であった。

しかし6月初旬に於ける正米価格の下落の背後には農家の投げ売りがあると多くのマスコミが報じた。すなわち株価・米価の低落が続く、さらには繭価格も下落したことに加えて、肥料代の支払いを迫られた上に、梅雨期に入れば米も傷むために、農家の我慢も限度に達して持ち米を売り放つようになった。それがまず各地方市場で始まり、地方市場での暴落が東京や大阪の大市場にまで波及したのだというのがマスコミの報道である。この見方が正しいかどうかを本節で検証する。

まずバブル崩壊の際に農家による米売出の増加があったという説はバブル崩壊直前から見られる。

「大正9年大反動の原因」で述べたように⁹⁰⁾、バブル崩壊に先立って、季節的にも陽春の変質期となり、軟質米は処分を要する時期となっていた。そして東北地方の農家はすでに米を売りにかかっていると報じられた⁹¹⁾。これが報じられたのはまさにバブル絶頂期であり、経済が明らかに変調期に入ろ

89) 『大阪朝日新聞』大正9年7月14日付。

90) 拙稿「大正9年大反動の原因」『桃山学院大学経済経営論集』第54巻第1号、平成24年6月。

91) 『中外商業新報』大正9年3月11日付。

うとする直前であった。バブル崩壊の直前から株、米、綿糸市場で暴落が始まっていたことは「バブルの絶頂と崩壊」で述べた通りである⁹²⁾。農家の米の売出にバブル崩壊を引き起こしたと考えられる金融引き締めが働いたのかも知れないが、これがバブル崩壊の直接の原因となったとは言えない。

その後、3月15日にバブルが崩壊し株価のみならず商品価格も下落するようになる。バブル崩壊後、「バブルの絶頂と崩壊」で述べたように、例えば『中央新聞』は、バブル崩壊に先行する株価下落による農家の資金繰り悪化と、米の変質期の接近により農家が米を手放すようになり、その結果、米価も下落していると述べている⁹³⁾。

さらに資金繰りが悪化していた農家は、郵便貯金の引き出しや地租の滞納で資金のやり繰りをしていたのが、それでも持ちこたえられずに米を手放すようになったという⁹⁴⁾。このような記事は『和歌山新報』にも見られる⁹⁵⁾。3月末には東北北陸各方面からの米の積み出しが増加して各地の駅には扱いきれないほど米俵が集まっていると報じられるほどになった⁹⁶⁾。

他方で、「破綻と崩壊」(I)で述べたように、期米の下落ほど正米が下がらないことは認識されていた。この点について『九州日報』は米について先物は下落しているにも拘わらず現物の価格はそれほど低下していないが、これもやがて低下し、やがて農家自らが売り崩すことになるだろうと予想している⁹⁷⁾。

その後不況がさらに深刻化し、4月7日の増田ビルブローカー銀行の行き詰まりが露見し、14日に諸市場で大暴落が起こった後、『和歌山新報』が農家が売り急ぎをするだろうから米価はさらに下落するのではという記事を掲

92) 拙稿「バブルの絶頂と崩壊」『桃山学院大学経済経営論集』第53巻第4号、平成24年3月。

93) 『中央新聞』大正9年3月15日付。

94) 「財界反動の第一犠牲」『京都日出新聞』大正9年3月18日付。

95) 『和歌山新報』大正9年3月19日付。

96) 『国民新聞』大正9年3月30日付。

97) 『九州日報』大正9年4月7日付。

載している⁹⁸⁾。

しかし「破綻と崩壊」（Ⅱ）で述べたように、期米の暴落は正米市場にあまり影響を与えなかった。その意味で農家の売り崩しによる正米の暴落を予想したマスコミは誤っていたことになる。バブル崩壊の影響は投機性の強い期米（先物市場）により大きな影響を与えたのである。それでも5月下旬に入ると期米・正米ともに下落の様相が強まる（「破綻と崩壊」（Ⅳ））。

これまで正米価格の下落が軽微に止まっていた理由として、農家は売り急いでいたのだが、米を買い付ける商人たちが期米の暴落を見て先行き弱気となり、米の買付を最低限に絞ったために市場に出回る正米が減少し、米の在庫が減少して正米価格が高値に止まったと言われている。しかし供給圧力は増す一方で、ついに地方から大量の米が出回るようになり、地方市場で米価が暴落し始め、それがさらに売り圧力を増すことになった。これが5月下旬以降の暴落の原因であるという。そこには七十四銀行の破綻による籾価の暴落という新たな要因も加わっている（「破綻と崩壊」（Ⅴ））。

表Ⅴ 東京期米相場と深川正米相場（大正9年）

（単位：円）

	東京期米（先物）		深川正米	
	最高	最低	最高	最低
大正9年1月	51.98	47.80	55.10	52.80
2月	51.93	47.94	54.60	52.90
3月	52.69	46.30	55.10	52.70
4月	47.00	37.51	53.30	49.10
5月	42.49	36.80	51.10	47.00
6月	38.49	26.59	47.80	38.60
7月	36.39	31.39	46.20	43.20
8月	34.69	31.90	46.20	43.80
9月	30.75	24.51	43.20	35.60
10月	29.39	26.09	39.20	33.00
11月	27.19	25.31	33.60	29.40
12月	28.48	23.11	28.00	25.20

（出所：『財界動揺史』529ページ）

98) 『和歌山新報』大正9年4月17日付。

6月に入ると米相場の暴落はいよいよ明白になっていたことは「動揺の収束」(I)で述べた通りである。表Vを見ても8月までの期間の中でこの時期に最低値が一つの底に達したことが分かる。このように見るとバブル崩壊以前より農家による米の売出が危惧されており、それがバブル崩壊による諸相場暴落の中でいつ農家が米を手放すかがマスコミの注目を浴びていたことが分かる。そのため農家が米を手放しそうだという記事が何回も現れるのである。しかし実際には農家の売出による米の供給圧力は5月末になるまで顕在化せず、その結果として期米の下落ほど正米は下落しなかった。しかしその様相は5月末に至って変化し、米と並ぶ農家の主要生産物である生糸(繭)価格の暴落により農家も手持ちの米を売ようになったのである。それは正米価格の下落だけでなく、期米価格の一層の下落も招いたのである。

6月に名古屋から始まった米出荷の増加は全国に波及し、次の記事に見られるように九州から東京や関西方面への米の出荷も増加を始めていた。

「期米の崩落に正米も兎角頭重の商状を脱する能はず、米界の先安懸念益々濃厚となるに連れ、市場米穀商は地方よりの買付を手控へ、只管形勢觀望の姿なりしが、市場在米漸次減退し品がすれを誘致し來るや弗々買付を急ぐの餘儀無きに至り、一方地方農家も肥料資金其他の關係にて持米を手放すもの頻出せる爲め門司鐵道局沿線に於ける廻米は漸次増加の趨勢を示すに至れり。今5月中に於ける荷動き状態を見るに門鐵局管内各需要地への九州米及び防長米の發送高は32萬1104俵にして前月に比し1萬3248俵を増加し、又門鐵管内より東京神戸京都大阪其他の方面へのり^(ママ)出高は18萬2944俵にして前月に比し5萬928俵の激増を示す。」

(「九州廻米増加」『福岡日日新聞』大正9年6月8日付)

米価の連日の崩落の原因はこの地方からの廻米増加にあるとしたのである。これが正米相場に重圧をかけ、それがもう下げようのないところまで下げた期米の更なる下落につながっているとしたのである。

例えば6月11日付『読売新聞』では市中回着米が連日1万4～5千俵に達しており、その大半が成行売りの委託米だと報じている。つまり地方からの正米の供給増加が正米価格の下落を引き起こしたというのである。その背景に繭価格の下落、生産減少という農家の主要所得源の一つである生糸収入の激減があったことも指摘されていた。

同紙によると農家は価格に関係なく売るという成り行き売りの姿勢になっていた。ある種のパニックに陥っていたと言えるであろう。暴落したといっても先物価格に比べれば高値であり、将来もっと値が下がると考えれば今のうちに投げておいても何も不思議ではない。

『大阪毎日新聞』は農家の投げ売りの背後には株式を担保に借り入れた農家が銀行からある種の「貸剥がし」に会い、銀行からの融資返済に迫られた農家が手持ちの米を売り放つに至ったとした⁹⁹⁾。このようにマスコミは農家の投げ売りを囁し立て、それにつられるかのように米価も暴落を続けたのである。

6月の危機のピークになると農家の売り急ぎはますます加速するばかりであった。

「金融梗塞、繭糸價安、期米崩落等惡材料輻輳により正米も逆調に轉じ、12日には中米40圓處に慘落するに至つたが、這是農家の持久力を失ひたるため賣急ぎの態度に轉じたるに因るものである。即ち東海道筋なる三河、尾張、美濃、近江、伊勢等よりの委託米が其崩落の機會を激成したので東北、九州、四國筋からも引續き賣込んで來た。四國讃岐よりの委託米は例年より早く出廻り、千葉、茨城邊より甲信地方への廻米も東京へ轉送されて來た。甲信地方は在米不足なるに拘はらず之を消化する事が出來ぬのは如何に養蠶地方の購買力が減退せるかを窺知し得べく、特に珍らしきは越後より一昨年米を委託し來たことは農家が養蠶の打撃、金融逼迫に加へて前途の崩落を豫期して賣急いで來たれる事が判明する。」

（「米安原因」『中央新聞』大正9年6月13日付）

99) 『大阪毎日新聞』大正9年6月11日付。

このように各地から米が送られてきた。『大阪朝日新聞』の「米界餘滴」というコラムでは神崎と江州野洲では正米で1石25円の投売りが出ていると書かれている¹⁰⁰⁾。これは定期米より安値になっており、その真偽は定かではない。それにしてもこのような記事が出てくるほど市場はパニックになっていると報じられるようになった。農家が処分売りに走っているという報道は本稿の初めの所で引用した6月15日付の『万朝報』にも述べられている。

株式市場同様、価格下落に歯止めがかからないために、「値頃感」が失われ、価格が下落しても買い手が現れない状態になったのである。そのため市場には貸出金の回収難に陥っている地方銀行と疲弊している農家を救済するために何らかの対策を講ずるのではないかという噂が流れ、それが期米相場 of 反発に一役買った¹⁰¹⁾。もちろんそれは噂の域を出ることはなかった。むしろ「動揺の収束」(I)で述べたように、衆議院総選挙を終えた政府は米市場が最悪の状況に陥っているその時に外米の売り出しをするほど市場の動向に無頓着であった。

もっともその農商務省も農家の米の投売りを心配している。『東京日日新聞』には当局者の談として以下のような記事が掲載されている。

「深川倉庫の内地米は14万俵前後で殖えて居ないが、是は商人が買はないからだ、農家は昨今肥料の買入れ時期であるが、金融梗塞のため現金でなければ肥料は買へず金もなし、一方定期崩落のため米價の前途を極度に悲觀し、幾らでも宜いから買つてくれと云ふ有様だ。殊に梅雨を越せない軟質米を抱へて苦しんで居る者が多い、然し米價が激落するため商人と雖も値の見當がつかず、又動もすれば東京と地方と同一にやり易いため買はない賣れない程焦れて投賣りする。」

(「米の投賣=大心配」『東京日日新聞』大正9年6月18日付)

これによると、農家は売りたいがっているが、商人の方が買ってくれないと

100) 『大阪朝日新聞』大正9年6月13日付。

101) 『大阪朝日新聞』大正9年6月18日付。

いうのである。これには金融梗塞や先安見込みがあったと考えられる。思うように売れないために却って農家は売り急いでいるというのである。もしそれが本当ならば、換金のための安売りが進行しても良さそうなのはである。しかしそのようなことは起こらなかった。

それでは実態はどうだったかといえ、6月中の東京正米（深川諸倉庫）の動きを見る限り地方からの米の入荷が増加したわけではない。

『銀行通信録』の統計では6月中の深川倉庫の内地米持越高184,436俵、6月中蔵入高117,314俵で合計301,750俵と5月に比べて62,921俵減少したが、蔵出高は203,375俵で同23,140俵増加したため、月末在庫は98,375俵となり、同86,061俵減少している¹⁰²⁾。いま1俵=0.35石とすれば月末在庫は34,431石となり、先に引用した6月28日付『万朝報』のデータと異なる。10万石あるのは外国米である（360,396俵）。また台湾米と朝鮮米も合わせて89,368俵あり、内地米に匹敵するほどの在庫があった。

これについて『銀行通信録』は次のように説明している。

「此の〔在庫高の〕激減を見たる所以は農家の賣濫り腰強きも其の一因なるべけんが、畢竟するに都會商人の先安觀に由る買附け逡巡と且つは金融の梗塞に買附け難を餘儀なからしめたる等の事情に基因せるものなるべし」

（『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、102ページ）

つまり農家の売り渋りだけでなく、商人の先安觀と金融梗塞が米の需要を抑制したというのである。農家の供給が増えないのは売り渋りのためとする説もあったが、他方では商人側の需要が欠落していたという事情も働いているのである。期米の暴落を見れば、正米を仕入れることに躊躇するのは当然であろう。期米の暴落のスピードが速すぎたのかもしれない。そこで需給調整ができて正米は期米ほどの激落を免れたと考えられる。そのため正米価格は下落したが、セリングクライマックスが起こったわけではなかった。

102) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、102ページ。

6 月の正米相場は底値に達したのであるが、その時の蔵入高は前月比で減少する一方、蔵出高は増加している。つまりマスコミのいう「投げ売り」はこのデータからは証明できない。また「動揺の収束」(I)で述べたように外国米の払下げによっても巨額の在庫がそのまま持越となっている。つまりこの時期、在庫の構成を見ると内地米よりも外地米の方が圧倒的に大きなウエイトを占めていたのである。

もちろん、供給量がそのままでも先安観が強ければ安値で売る者が増加して価格が下落することもありうる。

表 VI

	5 月中の期米相場			6 月中の期米相場		
	最高	最低	平均	最高	最低	平均
5 月限	43.99	39.51	42.06			
6 月限	43.50	38.00	41.30	39.79	30.10	35.10
7 月限	42.49	36.80	40.36	38.39	28.32	34.84
8 月限				38.49	26.59	31.71

(単位：円)

(出所:『銀行通信録』第 70 巻第 418 号, 大正 9 年 8 月 20 日, 115 ページ)

表 VI を見ても明らかなように、5 月と 6 月の期米相場は先限の方が安い逆ざやが続いていた。とくに天災リスクがある 8 月限の方が安いのはそれだけ先安観が強かったことを示している。

後日、米が正米、期米ともに下げ渋っていた理由について『大阪毎日新聞』は、大正 8 年の大豊作と外米の輸入により米商人たちは先安を見越して買い付けを控えていたところに大反動が起こって金融が梗塞してさらに米を買い控えるようになった。その結果米の在庫は減少した。

他方、農家も昨年以来の米価高騰を見て端境期の値上がりを予想し、手持ち米の売出を控えていた。そのため供給が減少し、米商人も小口常用の仕入れのため高値で米を購入していたことから正米価格はそれほど下落しなかったと述べている¹⁰³⁾。

103) 「米價下澁原因」『大阪毎日新聞』大正 9 年 7 月 16 日付。

しかしこれではなぜ期米が大きく暴落する一方で正米の暴落が比較的軽微に止まったのかは分からない。定期米と正米との関連がまったく断ち切れていたというべきである。もし定期米の受け渡しが行われ、それを正米に売りつなげば大きな利益を得ることができたはずである。3月の暴落以来4カ月が経過しても定期米と正米との間に大きな価格差が残っていることについての説得力のある説明はなされないままである。市場間取引に何か障害があり、裁定取引が円滑にできない、ある種の市場の不完全性があったのかもしれない。期米と正米の価格差は9月まで存在していたが、新米が出回る10月以降、期米、正米相場が共に暴落するとともに格差は解消している（表V）。

小括

このように大正9年3月15日に始まったバブル崩壊は、4月に入ると増田ビルブローカー銀行の破綻を契機にして市場の休場を引き起こし、各市場は暴落と休場を繰り返すようになった。これが市場の金融機能の喪失につながったことはすでに述べた通りである。この市場の危機は七十四銀行破綻後の6月中旬にも訪れる。株式市場では休場の危機を迎えたのだが間一髪で休場を免れることができた。この危機を乗り切った各市場は以後小康状態に入っていく。バブル崩壊が始まって最後の危機的局面を迎えるまで約3ヵ月経過していた。この間市場は混乱を極めており、それが経済全体に与えた影響も大きいものがあった。

この間の金融市場については、大阪でも「金融市場の變態益々顯著にして、金融梗塞愈々甚しき結果、從來各種商品に對し上半季決済に要せし資金の多くは財界平定迄取引延期せるが如き状態なれば、唯僅かに月末に至りて決済資金の一部需要ありて、多少の緊縮を告げたるも、大勢變調を持続しつゝ、表面平穩裡に當上半季を経過したり¹⁰⁴⁾」とされているように上半期の決算期にも拘わらず金融取引は低調のままであった。

104) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、10ページ。

6月に入って東京市中銀行の当座預金は減少し、6月5日には前週比4400万円減の3億5500万円となった¹⁰⁵⁾。当座預金残高はそれ以降も減少し、6月19日には3億1200万円にまで減少している¹⁰⁶⁾。当座預金だけを見れば金融緩和は進んでいないということになる。

6月末の金融市場は経済不振により決済資金需要が減少したため、コール金利は1銭5厘と平穏な状態であった。ただし長期貸出については尚銀行の警戒は続いていた¹⁰⁷⁾。月末を越えると資金需要はますます減少し、コールの取り手はほとんどいなくなったため、コール金利は1銭3厘にまで低下した¹⁰⁸⁾。7月5日には翌日払8厘、無条件物1銭1厘にまで低下している。銀行は余剰資金を輸出手形や輸入手形の購入に充て、前者の割引率1銭7厘、後者は2銭1厘であったのに対し、一般の商業手形は警戒されて、担保付きに限定され、その割引率は3銭以上で、かつ取引は不振であった¹⁰⁹⁾。その後、輸入手形は売り切れ状態となり銀行は輸入手形を奪い合っているという記事も出ている¹¹⁰⁾。

『東洋経済新報』も日銀の民間貸出と日銀への民間銀行預金の動向から今回の恐慌のクライマックスは5月に訪れ、6月に恐慌は沈静していると述べている。

「日銀の民間貸出は、恐慌勃発後に於いて非常に膨脹した。月末貸出は暫く措き、月中の最少貸出の場合に就て見るに、5月に於て最多を記録した。例は恐慌勃発前なる2月の最少貸出4億7900萬から、累月増進して5月の最少は6億2080萬圓となり、此間1億4000萬圓弱を増した。然るに6月の最少は夫より約7000萬圓を減じて5億6100萬圓となった。又、日銀の民間預金を見るに、3月に於て3700萬圓を以て、減少の頂点を記録し、4月には9000萬圓に、更に5月には1

105) 『時事新報』大正9年6月12日付。

106) 『東洋経済新報』大正9年7月3日号、4ページ。

107) 「月末金融平穩」『中外商業新報』大正9年7月1日付。

108) 「コール復低落」『中外商業新報』大正9年7月3日付。

109) 「金融益々變態」『中外商業新報』大正9年7月7日付。

110) 「輸入手形奪合」『中外商業新報』大正9年7月8日付。

億 2100 萬圓に増加し、6 月には 8800 萬圓に減じた。以上の二事實に由つて、恐慌の極頂をば、5 月に於て經過し、6 月には略は鎮靜に歸したことが、窺知される。而して所謂恐慌期に於て日銀の救済貸出が、2 億 2000 萬圓に上れるに拘らず、其貸出残高 1 月中最少——が、前記の如く 1 億 4000 萬圓に足らず、更に兌換券の流通高——月中最少——が、殆ど増加せず、却て減少の觀あるは、要するに一方に於て日銀の救済貸出が、他方に於て回収と、民間預金の増加とを、伴ふたからである。」

（『財界概観』『東洋經濟新報』大正 9 年 7 月 24 日号、1 ページ）

同様の見解は『九州日報』にも見られる。同紙は最後の危機は 6 月中旬頃にあったが、その後は金融梗塞に対する恐怖感は次第に退潮し、7 月には金融勢は大きく改善したと述べている。7 月に入って預金が増加する一方で貸出が減少した結果、運用難に苦しむ銀行は公社債投資を増やすであろうと予想している¹¹¹⁾。

実際、『中外商業新報』によれば 5 月 10 日に売り出した国庫証券 5300 万円は当初売れ残り、日銀が背負い込む状態となっていたが、運用難に悩む銀行が日銀からこの国庫証券を買い入れたため、売り切れとなった¹¹²⁾。公債市場が活気づいていることについては「動揺の収束」（Ⅰ）で述べた通りである。

『中外商業新報』も銀行預金は 5 月、6 月に減少したが、7 月にはやや増加した一方、銀行貸出は逆に 5 月、6 月に増加傾向にあったものが 7 月に減少した。銀行の手持ち資金は増加しており、日本銀行の民間貸出しも順次回収されていると述べ、銀行取り付けの危機は 6 月中旬にあったが、それ乗り越えて 7 月になると金融情勢は大きく改善されているとした¹¹³⁾。

高橋亀吉は 3 月 15 日に始まったバブル崩壊によるパニック（大波乱）も

111) 「金融界の新現象」『九州日報』大正 9 年 7 月 28 日付。

112) 『中外商業新報』大正 9 年 7 月 18 日付。

113) 「金融觀」『中外商業新報』大正 9 年 7 月 27 日付。

6月頃に沈静化したと述べている。

「事実、9年3月15日に端を発したわが財界大反動の大波瀾に関する限り、大体、6月頃において、事業界、商品界、株界、金融界とも、一応鎮静するに至ったと見なし得る。例えば、5月24日の恐慌にも拘わらず、特殊事情にあった生糸市場以外は、混乱は呈したが立会停止をするに至らなかった。それは、整理がすでに進捗していたことを語ると共に、この恐慌の刺戟によって、整理の進捗をこれまで阻んでいた諸障碍の解決を促進している。」

（『財界変動史』271-272ページ）

高橋は整理進捗の例として紡績会社の操業短縮、綿布の総解合、生糸の操短、政府による蚕糸業救済、モスリンの解合等を挙げている。これらの整理の話し合いが進んだのは七十四銀行破綻による恐慌の到来であるというのである。そして七十四銀行の破綻によって恐慌状態にはなったが立会停止には至らなかったことをもって沈静化したと評価している。

しかし本稿で見たように、株式市場では立会停止には至らなかったけれども、相当危険な状態にあったことは確かであり、結果的にはそれを乗り切ることができたが、それはあくまでも結果論に過ぎず、一步間違えればどうなるか分からない状況であった。

株式市場や米市場は6月15日（綿糸市場は16日）まで暴落が続いた後、株式市場では6月16日にある種の転換点を迎え、それ以降相場はしばらく回復に向かう。その転換点はいよいよ株式市場で大底となり、株式市場閉鎖が話題になろうとした時、これまで売り方であった者が利益を確定させるために買い方に回った時点であった。まさに間一髪の切羽詰まった状態での買い戻しであった。

その意味で大正バブル崩壊後の危機は七十四銀行破綻のタイミングでクライマックスを迎えたとする高橋亀吉の説に同意することは難しい。むしろ最後の危機は七十四銀行破綻後の6月中旬にあったと考えるべきであろう。だ

がこの危機は顕在化しなかった。それまで価格暴落を引き起こしていた売り方も市場閉鎖になれば「共倒れ」となって大きな損失を被ると予想し、利益確定の買いを行ったからである。それまで価格下落が続いてもどこが「底値」か分からない状態で下げが続いてきたのであったが、6月中旬になって実質的に底値に達し、ようやく反発の余地が生まれたのだと考えられる。

当然のことながら、これはあくまでも「結果論」に過ぎず、本稿で触れたようにマスコミの一部はまだ警戒感をもっていた。株価や商品価格が回復期に入っても危機から脱したという感覚はなかった。

株式市場は6月の危機を乗り越えることができ、それ以降、株式市場を始めとして各市場はしばらく回復局面に入る。株式市場回復の他の要因としては、これまで処分売りの原因となっていた新設会社の払い込みが「動揺の収束（Ⅰ）」で見たように会社設立ブームの立ち消えとともに鎮静化し、処分売り圧力が減少したこと、配当金の受け取りにより資金の流れが変化し、新規の買物が入るようになったという株式の供給・需要の両面における流れの変化があったと考えられる。

この危機に於いて市場が十分に機能していたとはいいがたい。それは期米と正米の価格格差が裁定取引によって解消されずに残っていたこと、また株式市場では利回りと株価の乖離が見られたことから明らかである。当時の株式市場および商品市場には何らかの不完全性があったと言わざるを得ない。それまでに市場関係者は政府や日銀に対して救済策をとるように求めていたが、結果的にはそのような救済策が採られる以前に相場は回復していくのである。その意味で救済策は不要であったということができる。

Remedies by the Government and Calming of Oscillation in the Markets (Ⅱ)

MOCHIZUKI Kazuhiko

In his famous book about the economic history of Taisho and Showa era, Kamekichi Takahashi claimed that the panic of bubble bursting (Daihando) calmed after the bankruptcy of Nanajushi Bank. In this paper we check this claim by reviewing the articles of newspapers and journals.

Prices of stock, rice, cotton yarn remained sluggish in early June and tended to fall further more. Some stockbrokers claimed to close the stockmarket in order to stop further fall of the stock price. If the stockmarket were closed, the panic would be more serious and strike an unrecoverable blow to the whole economy of Japan.

But managers of stockmarket refused to close the market. On 16 June, a lot of selling orders of stocks came in the market but there were buying orders at the same time so that the stock price fell a bit in average in the morning session. This is because sellers who were afraid of the market closure, made orders of buying stocks as to make sure of their selling profits. This was the turning point of the panic of Taisho bubble.

In the afternoon session of the same day, stock prices went up. In stock, rice and cotton yarn market, they hit the bottom line. The panic of June was not revealed because the stock market continued to be opened, but there was a latent crisis.

The markets overcame the panic and a temporal recover phase came in. The market chaos after the burst of Taisho bubble calmed down in June.